

María José Casasola
Martínez
Josep A. Tribó
Giné (*)

*Dep. de Economía
de la Empresa Universidad
Carlos III de Madrid*

DEUDA BANCARIA
Y DEUDA NEGOCIABLE:
UN ESTUDIO PARA LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS
*Banking public debt and trading debt.
A study of Spanish companies.*

Resumen.—Palabras clave.—Abstract.—Key words.—

1. *Introducción.*—2. *Fundamentación teórica.*—3. *Análisis empírico:*
3.1. Descripción de la muestra. 3.2. Descripción de las variables.
3.3. Análisis descriptivo. 3.4. Análisis econométrico: Metodología.—
4. *Resultados.*—5. *Conclusiones.*—*Referencias bibliográficas.*

RESUMEN

EN este trabajo se razona que la decisión de emitir deuda negociable por parte de las empresas genera una reducción en los costes financieros de origen bancario que éstas soportan. Fundamentamos este hecho a partir de tres argumentos: i) la posible delegación en el mercado de la supervisión que deberían llevar a cabo los bancos, con lo que se abaratan los costes de supervisión de estos últimos; ii) el incremento en el poder de negociación de las empresas

(*) Los autores quieren agradecer especialmente las sugerencias de los evaluadores anónimos, así como las realizadas por los asistentes al IX Foro de Finanzas (Navarra) y al XXVI Simposio de Análisis Económico (Alicante). Huelga decir que los posibles errores son entera responsabilidad nuestra.

Recibido 11-10-01

Aceptado 30-05-03

Copyright © 2001 Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas

ISSN 0210-2412

emisoras de deuda respecto de los bancos, al utilizar las primeras canales de financiación alternativos al bancario; iii) la posibilidad de que la emisión de deuda sea interpretada como una señal positiva sobre la calidad de la empresa. Asimismo, argumentamos que dicho efecto es menos importante en las emisiones de deuda sucesivas, especialmente si son a corto plazo.

Contrastamos empíricamente este y otros resultados afines utilizando la base de datos SABE para el período 1993-1998 y comprobamos que las hipótesis teóricas tienen un respaldo empírico.

PALABRAS CLAVE

Deuda bancaria; Deuda negociable.

ABSTRACT

This paper shows the existence of a positive relationship between the issue of public debt and the reduction of firm's banking cost. This feature relies on three main arguments. First, banks can delegate to investors the supervision task, a fact that makes bank supervision less costly. Second, the issue of public debt increases firms' bargaining power in front of the banks, as the former can get funds through non-bank financing channels. Third, banks with no prior information on the issuing firm may interpret the issue of public debt as a positive signal of firm's quality. Additionally, we argue that the aforementioned effects are sensible to the maturity of the bond issued as well as to the existence of previous bond issues.

We empirically test these and other related theoretical results making use of the SABE database during the 1993-1998 period. We find empirical support for our theoretical contentions.

KEYWORDS

Bank debt; Public debt.

1. INTRODUCCIÓN

Existe una notable cantidad de literatura acerca de la influencia benéfica que tienen los bancos, en tanto que especialistas en la supervisión, en la rebaja de los costes financieros que las empresas soportan relativos a otras fuentes de financiación a las que éstas acuden para llevar a cabo sus decisiones de inversión. Para España, Zoido [1998] encuentra que aquellas empresas participadas por bancos, soportan unos menores costes financieros que sus competidoras. Por su parte, Datta *et al.* [1999], para EE.UU., estudian el impacto que una estrecha relación entre bancos y empresas tiene sobre las primas que las segundas deben pagar a los inversores para poder captar fondos a través de deuda negociable. El resultado es que existe un diferencial favorable para las empresas que tienen una estrecha relación bancaria en comparación con el resto de empresas.

Esta evidencia parece indicarnos que existe una delegación de la función de supervisión [Diamond, 1984] en los bancos por parte de otros proveedores financieros (p. ej., inversores en los mercados financieros), cuando los primeros se presentan juntamente con los segundos. En ese caso, si los potenciales adquirentes de deuda negociable no tienen que internalizar los costes ligados a la labor de supervisión, reclamarán unas menores primas a las empresas emisoras de deuda con una relación crediticia bancaria. Además, cuanto mayor sea el compromiso de los bancos con estas empresas (por ejemplo si les han concedido una gran cantidad de créditos, especialmente si son a largo plazo [Sharpe, 1990]), mayor es el incentivo de los primeros a supervisar de forma eficiente a las segundas. Esto al ser anticipado por los inversores, generará una mayor reducción, si cabe, en la prima de riesgo que éstos demandan. En este escenario, es previsible que las empresas estén interesadas en obtener fondos emitiendo deuda negociable. Esperaríamos, por tanto, encontrar una suerte de complementariedad entre la deuda bancaria y la deuda negociable.

En este contexto es donde se situaría nuestro análisis. En concreto, si existe una relación de complementariedad entre la deuda negociable y la bancaria cabría esperar que la utilización del mecanismo de mercado para obtener fondos por parte de las empresas, pudiese tener un efecto en los costes de financiación que los bancos cargan a las mismas. Es decir, plantearíamos una relación en sentido opuesto al enunciado en el párrafo anterior. La argumentación contempla di-

versos aspectos. En primer lugar, la posible existencia de un mecanismo de supervisión cruzada [Booth, 1992], del banco en los inversores. De la misma manera que el banco puede asumir una labor de supervisión por delegación, el conjunto de inversores que son tenedores de deuda, pueden asumir ese rol por el banco y, por tanto, este último va a poder cargar unos menores costes financieros a las empresas. En este sentido, hay que resaltar, además, el hecho que la deuda negociable, a diferencia de la deuda bancaria, sea difícilmente renegociable. Esto genera un poderoso incentivo en los inversores para supervisar de forma eficiente a las empresas emisoras con objeto de que generen el valor suficiente para que puedan atender sus obligaciones dinerarias. Si no fuera así, la mencionada dificultad en la renegociación de la deuda negociable desencadenaría la casi segura liquidación de activos con la correspondiente pérdida para los acreedores. Los bancos, al conocer este hecho, pueden delegar en los mercados la labor de supervisión.

Un segundo aspecto que nos llevaría a esperar una reducción en los costes bancarios ligado a la emisión de deuda, está relacionado con el poder de negociación de la empresa en su relación con el banco, que aumenta por el hecho de tener un canal de financiación alternativo. Esta variación en el poder de negociación a favor de la empresa, indudablemente debe de generar [Rajan, 1992] una reducción en los costes bancarios, con lo que se reforzaría el efecto anterior basado en la supervisión por delegación.

El último argumento que justificaría la reducción en los costes bancarios al utilizarse deuda negociable es que el propio hecho de emitir esta deuda puede ser interpretado por parte de los proveedores financieros bancarios que no tienen información *a priori* de la empresa como una señal positiva de la calidad de la misma. Tal como se señala en Diamond [1991] las empresas emisoras son las mejores de entre las que inicialmente tienen una relación bancaria, cuya calidad es revelada precisamente a través de su relación bancaria. Este hecho permite a los nuevos acreedores bancarios inferir la buena calidad de las empresas emisoras. Un aspecto adicional que reforzaría el contenido informativo de esta señal es la obligación de publicación de información interna por parte de las empresas que emiten instrumentos financieros. Esto, obviamente, detrae a las peores empresas de utilizar el mecanismo de mercado con lo que se produce una criba natural en la calidad de las empresas que emiten deuda u otros instrumentos financieros.

Encontramos, por tanto, que existen tres efectos que van en la misma dirección, lo cual nos permite postular que las empresas que hayan emitido deuda negociable deben presentar una evolución decreciente en sus costes de financiación bancaria. En esta línea, Booth [1992] para EE.UU., obtiene como resultado que las empresas con deuda negociable, soportan un diferencial respecto a los tipos de referencia (PRIME, LIBOR, CD) que es claramente inferior al de las empresas que no han emitido deuda negociable.

Otro aspecto relevante a estudiar es el efecto que la existencia de emisiones anteriores tiene en el abaratamiento de los costes bancarios ante nuevas emisiones. En esta línea, el trabajo de Bayless [1994] muestra que los mercados reaccionan cada vez menos ante nuevas emisiones de deuda. Este hecho, a la luz de trabajos como el de Chaplinsky y Hansen [1991], podía interpretarse en términos del menor contenido informativo no anticipado por el mercado de estas nuevas emisiones en relación con las primeras emisiones. Esto nos llevaría a esperar, a tenor del argumento anterior basado en la señalización de la calidad, que debería de producirse una menor reducción en los costes bancarios cuando las empresas emisoras ya han emitido con anterioridad.

El contraste de las ideas teóricas anteriores, junto con otras relacionadas íntimamente con éstas, se lleva a cabo utilizando la base de datos SABE para los años 1993-1998. La muestra con la que trabajamos está formada por 16.020 empresas. El período muestral está caracterizado por coincidir con dos hechos económicos relevantes que deben tenerse en cuenta para el estudio. Por un lado, el inicio de la recuperación de la crisis económica de principios de los años 90 y, por otro lado, la convergencia hacia la UEM, lo que ha supuesto una reducción en los tipos de interés en nuestro país. Ambos aspectos favorecen la utilización de deuda negociable como mecanismo de financiación.

Los resultados que obtenemos establecen claramente que una empresa emisora ve reducidos sus costes financieros bancarios. Cabe matizar que si la deuda emitida es a corto plazo el decremento es más inmediato en el tiempo tras la emisión que cuando la emisión es a largo plazo, donde esta reducción no se percibe hasta dos períodos más allá. Comprobamos, a su vez, que las empresas que han emitido en diversas ocasiones deuda a corto plazo, no experimentan una reducción en los costes financieros bancarios, a diferencia de las empresas que la han emitido en una única ocasión. Este fenómeno no se observa en las emisiones a largo plazo, donde independientemente de las emisiones anteriores se produce una reducción en los costes financieros bancarios.

El trabajo se estructura en cinco secciones. En la siguiente sección presentamos los argumentos teóricos y planteamos las hipótesis objeto de estudio. En la tercera, realizamos un análisis descriptivo de la muestra a utilizar, lo que nos va a permitir motivar el análisis econométrico que realizamos al final de esta sección. En la cuarta sección se presentan y discuten los resultados obtenidos. Finalizamos el trabajo recogiendo las principales conclusiones obtenidas y enunciando posibles extensiones futuras.

2. FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA

Está bien documentada en la literatura la relación entre el grado de competencia en el mercado del crédito bancario y los costes financieros que soportan las empresas con este tipo de financiación. Una primera referencia es Rajan [1992] que fundamenta el análisis sobre los costes de la financiación bancaria, a partir del poder de negociación que éstos tienen respecto de las empresas. Este autor asocia este poder al grado de competencia que sufre un banco por parte de sus competidores puesto que éstos son fuentes de financiación alternativas para la empresa. En esta misma línea Agarwal y Leston [2001] para el caso alemán, y Weinstein y Yafeh [1998] para el caso japonés, muestran que las empresas con una estrecha relación con los bancos (sistema *main bank* en el caso japonés) se ven limitadas por éstos en su acceso a fuentes de financiación alternativas, encareciéndose de esta forma su coste de capital. De hecho el poder de mercado que disfruta el *main bank* respecto de estas empresas condiciona las decisiones de inversión de aquellas, limitando con esto su productividad. Por otra parte, y de una forma consistente con el estudio anterior, Hoshi *et al.* [1990] encuentran para el mercado japonés que cuando el mercado de bonos fue liberalizado, las empresas de alta calidad cortaron sus ligaduras con los bancos y empezaron a utilizar la financiación a través del mercado, disminuyendo de esta forma el poder del que disfrutaban los bancos en el mercado de crédito. Esto, por otra parte, está en consonancia con lo postulado teóricamente por Diamond [1991], según el cual las empresas emisoras son las mejores de entre las que inicialmente tienen una relación bancaria. De forma similar, para España, Saurina-Salas [1997] muestra como el efecto de la desregulación en los mercados financieros ha traído consigo una pérdida de poder de mercado de los bancos y con ello de la propia solvencia de éstos. En

este contexto, las empresas han ido utilizando cada vez más el mecanismo de mercado (deuda negociable y acciones) para obtener fondos, lo cual, además, ha sido bien acogido por los propios inversores de las compañías, que han premiado las acciones de éstas con unas rentabilidades anormales positivas tras el período de anuncio de emisiones de bonos negociables [González, 1997]. La idea que parece subyacer tras este comportamiento es que la financiación a través del mercado resulta más barata que la financiación bancaria. Obviamente, y en buena lógica, es de esperar que los bancos traten de retener a estas mejores empresas que tienen la posibilidad de financiarse a través de deuda negociable, ofreciéndoles unas rebajas en los tipos de interés. Esto es contrastado por Booth [1992] para EE.UU., donde encuentra que aquellas empresas que emiten deuda negociable soportan unos tipos de interés por sus créditos bancarios que presentan un diferencial respecto a los tipos de referencia (PRIME, LIBOR, CD) que es inferior al de las empresas que no emiten deuda negociable.

Así, de los estudios anteriores parece deducirse la existencia de una relación positiva entre la reducción en el poder de mercado de los bancos, fruto de la utilización de mecanismos de financiación alternativa por parte de las empresas, y la rebaja en los costes de la financiación bancaria que soportan estas últimas. En nuestro caso, el canal alternativo de financiación no es la existencia de otros bancos sino la utilización de deuda negociable.

En otra línea de investigación, Petersen y Rajan [1995] concluyen que existe un efecto que va en sentido contrario al comentado anteriormente en *contextos con asimetrías de información muy elevadas* (problemas de selección adversa combinados con riesgo moral). Estos autores muestran que los bancos con un alto poder de mercado acaban «cargando» a corto plazo un menor tipo de interés en comparación con aquellos que tienen un bajo poder de mercado. La razón es que aquellos bancos que no sufren una excesiva competencia en el mercado de crédito bancario pueden permitirse modular los tipos de interés a lo largo del tiempo de forma que se minimicen los posibles problemas de tipo informacional (de selección adversa y de riesgo moral) en su relación con las empresas prestatarias. Esto se consigue disminuyendo inicialmente los tipos de interés que éstas pagan con objeto de impedir que las «buenas» empresas acaben involucrándose en proyectos arriesgados. En etapas posteriores, y una vez los bancos hayan podido discriminar a las empresas según los resultados obtenidos a corto plazo, les incrementan los tipos de interés de una forma que es proporcional al poder de mercado que estos bancos tienen, y así compensar la pérdida

de ingresos inicial. Obviamente esta flexibilidad por parte de los bancos sólo es posible en la medida que gocen de un cierto poder de mercado. Hay que indicar que existen otros estudios [Covitz y Heitfield, 1999], donde se recupera el resultado de Petersen y Rajan [1995], pero centrándose en sendos problemas de riesgo moral por parte de la empresa y de los bancos.

Si tratamos de conjugar los resultados encontrados en los estudios pertenecientes a las dos líneas de investigación anteriores, se deduce que la clave para obtener un impacto positivo o negativo del poder de mercado de los bancos respecto de los costes financieros a corto plazo es el grado de asimetría de información existente entre prestamistas y prestatarios. Así, *en contextos donde existen unas altas asimetrías de información por parte de las empresas prestatarias, el tipo de interés que los bancos cargan por los créditos concedidos es decreciente con el poder de mercado de éstos. Por el contrario, cuando las asimetrías de información son menos importantes, los costes bancarios que soportan las empresas son crecientes con el poder de mercado de estos últimos.* Razonaremos que este último es el escenario que deberemos considerar puesto que la decisión de emisión permite reducir de una forma muy clara las asimetrías de información.

Tal como hemos comentado anteriormente, el poder de los bancos frente a las empresas, no sólo va a depender de las características del mercado en el que operan los bancos (más o menos competitivo) sino también de la posibilidad de que las empresas utilicen canales alternativos de financiación (lo que disminuye el poder de los primeros). Así, la utilización por parte de las empresas de la financiación basada en deuda negociable afectará a los costes bancarios de las mismas en un sentido inequívoco. La razón es que la financiación basada en la emisión de deuda negociable genera tres efectos que combinados permiten postular un abaratamiento de los costes bancarios soportados por las empresas emisoras.

El primer efecto está ligado a la reducción del poder de mercado del banco en su relación con la empresa emisora, al tener esta última alternativas a la financiación bancaria. Esto, tal como muestra Rajan [1992], debe de suponer un abaratamiento de los costes bancarios.

El segundo efecto es de tipo informativo sobre la calidad de la empresa. Este argumento considera que la emisión de deuda es interpretada de forma positiva por los bancos que no tienen información a priori de la empresa. Esto es debido a tres razones. En primer lugar, la deuda negociable al ser de difícil renegociación supone que la empresa emisora debe tener un mínimo de calidad para ser capaz de generar las rentas suficientes con las que pagar sus obligaciones, puesto

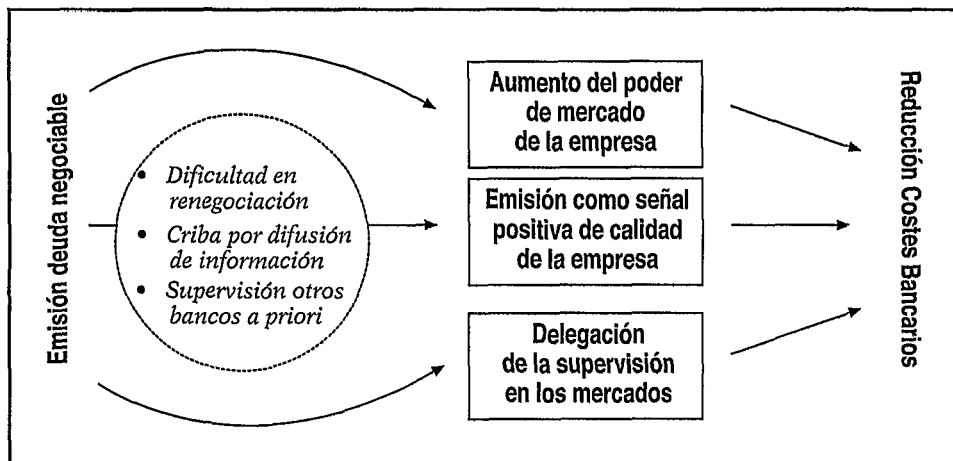
que en caso contrario tiene muchas posibilidades de ser liquidada [Bolton y Freixas, 2000]. La segunda razón que fundamenta la interpretación informacional se basa en las exigencias de revelación de información que deben satisfacer las empresas que utilizan los instrumentos de mercado como vía de financiación. Este hecho actúa como una criba natural sobre las empresas de baja calidad [Yosha, 1992]. El tercer argumento que permite interpretar de forma positiva la emisión de deuda se basa en el hecho que las empresas en contextos con asimetrías de información «utilizan» a los bancos como una forma de mostrar su calidad [Hadlock y James, 2002 y Diamond, 1991], de tal forma que las que han demostrado ser las mejores a través de su relación bancaria pueden empezar a financiarse emitiendo instrumentos financieros. En este caso los inversores toman como válido el juicio de los bancos sobre la buena calidad de la empresa, y le ofrecen una financiación a un bajo coste. Obviamente, de la misma forma que los inversores reaccionan de esta manera, también lo pueden hacer aquellos otros bancos que pretenden iniciar una relación crediticia con una empresa emisora [Johnson, 1997]. En este caso, están infiriendo que esta empresa es de buena calidad precisamente porque aquellos bancos que le han concedido créditos a la empresa en el pasado, han señalado al mercado la calidad de la misma, lo que ha posibilitado, en última instancia, la realización de esta emisión. En este sentido, se produciría una suerte de delegación cruzada en la supervisión de las empresas entre bancos con relaciones crediticias *a priori*, con otros con una relación crediticia *a posteriori* de la emisión. Como consecuencia de los tres argumentos anteriores podemos suponer que con la emisión de deuda se reducen ostensiblemente las asimetrías de información entre prestamista-prestatario y se señala claramente a las empresas emisoras como de buena calidad. Esto, sin duda debe de generar un abaratamiento en los costes bancarios que soportan estas empresas.

Por último, el tercer efecto asociado a las emisiones es una continuidad natural del efecto informacional anterior. Si los bancos «aceptan» las señales que envían los mercados sobre la calidad de las empresas, no va a ser necesario que realicen una labor de supervisión (hay una delegación de la supervisión en los mercados), lo que, sin duda, va a contribuir a abaratar los créditos bancarios al no tener que internalizar los costes de supervisión.

Podemos sintetizar los argumentos anteriores en el esquema de la Figura 1.

FIGURA 1

EFECTOS DE LA EMISIÓN DE DEUDA NEGOCIABLE



Lo que es relevante es que la combinación de los tres efectos anteriores conduce a la reducción de las asimetrías y de los costes informativos así como a un incremento en el poder de negociación de las empresas emisoras. La conclusión de esto debe ser un abaratamiento en los costes financieros bancarios tras la emisión. Esto configura la hipótesis central del trabajo:

HIPÓTESIS 1: Las empresas que emiten deuda negociable, ven reducidos sus costes de financiación bancaria en los siguientes años de la emisión.

Por otra parte, cabría esperar en las empresas que emiten deuda a corto plazo una reducción en los costes bancarios más temprana en el tiempo en comparación con las empresas que emiten deuda a largo plazo. La razón es que las primeras empresas van a tener que obtener nuevos recursos financieros una vez se produzca el vencimiento de su deuda negociable. En tal caso pueden decidir contratar nueva deuda bancaria en unas mejores condiciones de financiación [Johnson, 1997]. Será en ese momento en el que experimentarán la reducción en los costes de la financiación bancaria. Por otra parte, las empresas emisoras de deuda a largo plazo, no precisarán captar nuevos recursos hasta pasados unos períodos, que es cuando se producirá el vencimiento de esta deuda negociable. Será en ese horizonte más alejado cuando deberá observarse la reducción en los costes de la financiación bancaria. Esto configura la siguiente hipótesis:

HIPÓTESIS 1b: Las empresas que emiten deuda negociable a corto plazo ven reducidos sus costes de financiación bancaria con anterioridad en el tiempo respecto de las empresas que emiten deuda a largo plazo.

Una vez analizado el impacto de la duración de la deuda emitida en los costes bancarios, cabe plantearse si existe algún efecto ligado a la existencia de emisiones de deuda anteriores a la considerada. En esta línea, Bayless [1994] estudia la reacción en el precio de las acciones de una empresa que emite deuda negociable en una o varias ocasiones y la compara con la reacción en el precio tras la emisión de acciones. Obtiene que el diferencial es menos positivo cuando la emisión de deuda ya ha sido antecedida por otras que cuando es primeriza (2,88% por 4,15% respectivamente). Por su parte, Chaplinsky y Hansen [1991] muestran evidencia de que las acciones reaccionan más violentamente cuando la emisión de deuda no es anticipada por el mercado que cuando lo es. Esto nos permite interpretar el resultado de Bayless sobre la menor reacción de las acciones en emisiones de deuda sucesivas en términos del menor contenido informativo para el mercado que tienen estas emisiones respecto de las primeras emisiones. Los bancos ya han inferido la alta calidad de la empresa en el período en el que se produjo la emisión inicial, de ahí que el diferencial de información que reciben con las nuevas emisiones sea bajo. Esto limitará las reducciones en los tipos de interés en los períodos en los que se realizan nuevas emisiones, y conducirá a que, en promedio, las empresas con múltiples emisiones disfruten de una menor reducción en los costes bancarios.

Sin embargo, la argumentación anterior cabría matizarla según el tipo de deuda emitida sea a corto plazo (pagarés) o a largo plazo. La razón es que, *a priori*, la deuda a largo plazo resulta más informativa sobre la calidad de la empresa que la deuda a corto plazo. Si no fuese así no sería posible utilizar este instrumento ya que los inversores que adquieren activos financieros de larga duración exigen unas mayores garantías sobre la alta calidad de la empresa que los inversores que adquieren deuda a corto plazo. En esta línea, Cai *et al.* [1999] muestran, para el caso japonés, como aquellas empresas que poseen una alta proporción de deuda bancaria, en principio las mejores según Diamond [1991], realizan emisiones más frecuentes a largo plazo que a corto plazo. Podríamos interpretar que el mercado confía en estas empresas que mantienen una estrecha relación con los bancos y acepta prestarles dinero a un mayor plazo. Esto nos lleva a suponer que si las sucesivas emisiones de deuda son a largo plazo, la señal informati-

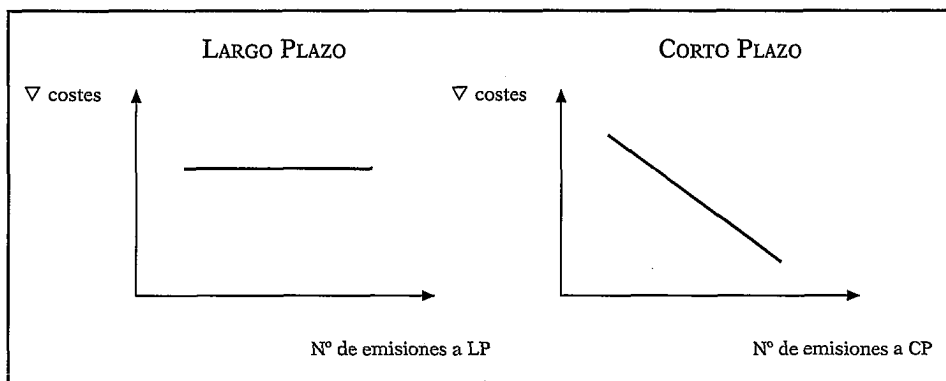
va sobre la calidad de la empresa es más poderosa que si son a corto plazo.

Si sintetizamos los argumentos anteriores, tenemos que cuando una empresa emite deuda negociable a largo plazo en varias ocasiones, se contraponen dos efectos. Por una parte, el efecto amortiguador de las emisiones sucesivas llevaría a una menor reducción en los costes financieros bancarios. Por otra parte, el mayor contenido informativo asociado a las emisiones a largo plazo compensaría el efecto anterior, por lo que se esperaría un efecto nulo del número de emisiones en la reducción en los costes financieros si las empresas emiten deuda negociable a largo plazo. Sin embargo, cuando la deuda utilizada en las sucesivas emisiones es a corto plazo, sólo el primer efecto subsiste. En tal caso, la reducción en los costes financieros soportados por estas empresas es menor en las sucesivas emisiones en comparación con las primeras emisiones. Esto define la hipótesis 2:

HIPÓTESIS 2: No se espera una menor reducción de los costes bancarios para aquellas empresas que llevan a cabo varias emisiones de deuda negociable a largo plazo, en comparación con aquellas que la emiten en una sola ocasión. Sin embargo, sí que se espera una menor reducción en los costes financieros de aquellas empresas que emiten varias ocasiones a corto plazo. Es decir, la reducción en los costes financieros se mantiene constante con el número de emisiones a largo plazo y es menor con el número de emisiones a corto plazo.

Las Figura 2 recoge gráficamente la hipótesis 2.

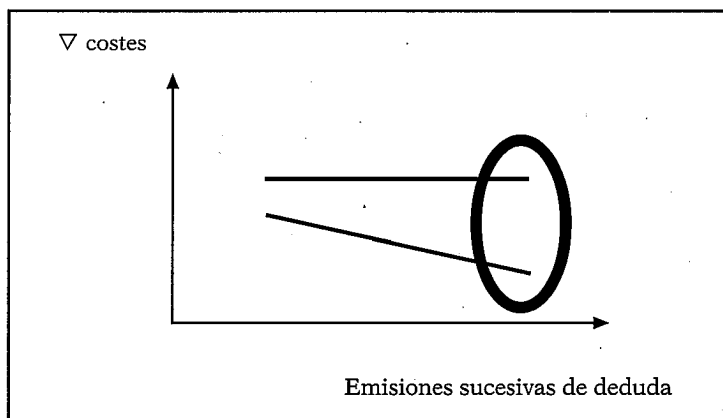
FIGURA 2
RESUMEN HIPÓTESIS 2



Además, tal como hemos comentado anteriormente, la señal informativa sobre la calidad de la empresa en emisiones sucesivas es más poderosa cuando se trata de deuda negociable a largo plazo que cuando es a corto plazo. Esto hace que al comparar empresas multiemisoras, la reducción en los costes financieros sea mayor cuando se emite varias veces a largo plazo que cuando se emite a corto plazo. Esto configura nuestra hipótesis 2b, la cual se resume gráficamente en la Figura 3.

HIPÓTESIS 2b: Las empresas que emiten en varias ocasiones deuda a largo plazo verán reducidos sus costes bancarios en mayor medida que las empresas que emiten en diversas ocasiones deuda a corto plazo.

FIGURA 3
RESUMEN DE HIPÓTESIS 3



Obviamente, y por la propia lógica de las hipótesis planteadas, podemos concluir que la reducción en los costes de la financiación bancaria debe estimular a las empresas emisoras para pedir nuevos créditos bancarios en estas mejores condiciones [Johnson, 1997]. Además, preferirán que estos créditos sean a corto plazo para poder beneficiarse de las futuras mejores condiciones de financiación ligadas a futuras nuevas emisiones de deuda negociable. Esto configura la hipótesis 3:

HIPÓTESIS 3: En los períodos posteriores a la emisión de deuda negociable, las empresas emisoras contratan más créditos bancarios, especialmente a corto plazo, que el resto de empresas.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO

3.1. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA

El contraste de las anteriores hipótesis se ha llevado a cabo mediante un análisis empírico utilizando la base de datos SABE (Sistema de Análisis de Balances Españoles, elaborada por Bureau Van Dijk) para el período 1993-1998. Esta base es de carácter anual y recoge los estados contables anuales junto a otro tipo de información financiera adicional de más de 200.000 empresas españolas, tomadas del Registro Mercantil. En ellas aparecen representadas empresas de todos los sectores de actividad y de todos los tamaños. Sobre dicha base de datos, aplicamos una serie de filtros. En concreto, se eliminaron de la muestra las siguientes empresas:

- a) Aquellas en las que el código de actividad no estaba disponible.
- b) Las empresas que no presentaban el modelo de cuentas anuales normales.
- c) Las empresas con deuda bancaria a corto plazo ≤ 0 y/o deuda bancaria a largo plazo ≤ 0 (1).
- d) Todas aquellas variables que presentaban valores negativos en cuentas definidas positivas.

Debemos indicar que hemos centrado nuestro análisis de los costes bancarios en los correspondientes a la deuda bancaria de corta duración (menos de 1 año) por no disponer de la información correspondiente a largo plazo. La medida concreta que utilizamos para medir estos costes es la ratio formada por la deuda por intereses a corto plazo respecto de la deuda bancaria a corto plazo. Para ser consistentes con este análisis a corto plazo, hemos introducido un filtro adicional. Descartamos aquellas observaciones en las que la ratio anterior valga uno. Entendemos que en estas empresas o se ha producido algún error en la contabilidad de esta partida, o esta rúbrica refleja simplemente que los intereses pagaderos a corto plazo son debidos exclusivamente a la reclasificación de los intereses a largo plazo. En tal caso, no esperamos que la emisión de deuda en un momento t afecte a estos intereses fijados en el pasado, de ahí que descartemos tales observaciones.

(1) Debemos indicar que descartamos las empresas con nulo endeudamiento bancario, puesto que nuestro trabajo se centra en el análisis de la variación en los costes bancarios, lo que presupone, per se, que las empresas deben tener dicha deuda.

El resultado de aplicar estos filtros es un panel incompleto formado por 16.020 empresas con 56.484 observaciones y cuyo volumen anual de emisiones tanto a corto plazo ($EBOCP = 1$) como a largo plazo ($EBOLP = 1$) se recoge en la Tabla I. Podemos observar que este mecanismo es de muy reciente utilización por parte de las empresas españolas. En los cuatro primeros años de la década de los 90, ninguna de las empresas de nuestra muestra emitió deuda negociable.

TABLA I
DISTRIBUCIÓN ANUAL DEL VOLUMEN DE EMISIONES
DE DEUDA NEGOCIABLE A CORTO Y A LARGO PLAZO,
1993-1998 (EN MILLONES DE PTAS.)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<i>EBOCP = 1</i>	0	0	5,250565	45.278,94	50.375,33	53.268,85
<i>EBOLP = 1</i>	0	0	611,8124	100.876,2	107.759,5	111.370,3
<i>Total</i>			617,06297	146.155,14	158.134,83	164.639,15

El incremento en la utilización de este mecanismo de deuda negociable, a partir principalmente de la segunda mitad de los noventa, está en consonancia con el desarrollo de los mercados financieros que ha sufrido España en estos últimos años. Además, existen una serie de hechos macroeconómicos que pueden ayudar a explicar el importante auge de esta fuente de financiación en nuestro país. El período muestral considerado está claramente dentro del período de convergencia hacia la Unión Económica y Monetaria de Europa, período en el que la obligación de cumplimiento de los criterios de Maastricht generó una senda decreciente en los tipos de interés. Este hecho ha favorecido claramente la emisión de valores de deuda, especialmente a medio y a largo plazo. Además, el propio proceso de convergencia de los mercados financieros, con la posibilidad de realizar emisiones en una moneda única, ha favorecido aún más la utilización de este instrumento financiero. La conjunción de ambos factores puede ayudar a entender mejor el desarrollo de esta fuente de financiación en un sistema, como el español, caracterizado por estar orientado hacia la banca.

3.2. DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES

Para llevar a cabo el estudio planteado acerca del impacto de la emisión de deuda negociable tanto a corto como a largo plazo sobre la evolución de los costes bancarios a corto plazo que soportan las empresas, escogemos un conjunto de variables que nos permitan contrastar empíricamente las hipótesis planteadas y que describamos a continuación. Las variables expuestas en los siguientes cuadros corresponden a las variables dependientes, explicativas y de control que se emplearán en los siguientes estudios econométricos.

CUADRO I
VARIABLES DEPENDIENTES

<i>CBCP</i>	<i>Costes bancarios a corto plazo.</i> Es la ratio definida por el cociente de las deudas por intereses a corto plazo respecto de la deuda bancaria a corto plazo.
<i>VCBCP</i>	<i>Variación en los costes bancarios a corto plazo.</i> Esta variable recoge la diferencia de la variable <i>CBCP</i> entre $t + 1$ y t .
<i>VCBCP1</i>	Esta variable recoge la diferencia de la variable <i>CBCP</i> entre $t + 2$ y $t + 1$.
<i>VCBCP_1</i>	Es la diferencia de la variable <i>CBCP</i> entre t y $t - 1$.

CUADRO II
VARIABLES PRINCIPALES

<i>EBOLP</i>	<i>Emisión de deuda negociable (bonos) a largo plazo:</i> Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa ha emitido en el período corriente deuda negociable a largo plazo y 0 si no se ha producido la emisión de dicha deuda.
<i>EBOCP</i>	<i>Emisión de deuda negociable a corto plazo:</i> Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa ha emitido en el período corriente deuda negociable a corto plazo y 0 si no se ha producido la emisión de dicha deuda.
<i>DEBOLP</i>	Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa emite deuda negociable a largo plazo en el período corriente y, además, la emite en alguna otra ocasión durante el período muestral. Esta variable toma el valor 0 en caso contrario.
<i>DEBOCP</i>	Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa emite deuda negociable a corto plazo en el período corriente y, además, la emite en alguna otra ocasión durante el período muestral. Esta variable toma el valor 0 en caso contrario.

CUADRO III
VARIABLES DE CONTROL

DBDC	<i>Deuda bancaria respecto de la deuda con coste.</i> Es el volumen anual total de fondos bancarios que tiene la empresa respecto del total de deuda con coste.
DUDC	<i>Duración de la deuda con coste.</i> Se define como el cociente entre la deuda con coste a corto plazo respecto del total de la deuda con coste.
MIBOR	Es el promedio anual del MIBOR a tres meses, tomado mes a mes.
FA_FP	<i>Apalancamiento financiero.</i> Recoge la ratio de fondos ajenos de la empresa sobre el total de fondos propios.
NDBCP	<i>Nueva deuda bancaria a corto plazo.</i> Recoge los nuevos créditos bancarios a corto plazo concedidos a la empresa en el año t .
NDBCP1	<i>Nueva deuda bancaria a corto plazo en el período $t + 1$.</i>
NDBCP2	<i>Nueva deuda bancaria a corto plazo en el período $t + 2$.</i>
NDBLP	<i>Nueva deuda bancaria a largo plazo.</i> Recoge los nuevos créditos bancarios a largo plazo concedidos a la empresa en el año t .
NDBLP1	<i>Nueva deuda bancaria a largo plazo en el período $t + 1$.</i>
NDBLP2	<i>Nueva deuda bancaria a largo plazo en el período $t + 2$.</i>
TANG	<i>Activos tangibles.</i> Es la ratio entre activos fijos y el total de activos.
VENTAS	<i>Volumen anual de ventas.</i>
ROA	<i>Rentabilidad económica.</i> Es la ratio entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el total de activo de la empresa.

3.3. ANÁLISIS DESCRIPTIVO

En esta sección empleamos la técnica del contraste de medias para determinar si existe o no una diferencia significativa entre las empresas emisoras de deuda negociable y las que no utilizan dicho mecanismo de financiación con relación a los volúmenes de nueva deuda bancaria contratada por las empresas y a los costes bancarios que de ella se derivan.

La Tabla II presenta el contraste de medias corregido por tamaño, sector y año para el volumen total de nuevos créditos bancarios obtenidos por las empresas que, en un caso, emiten deuda y, en el otro, no. Distinguimos, además, dos escenarios, el del corto plazo y el del largo plazo. Podemos observar que aquellas empresas que emiten deuda negociable de cualquier plazo, obtienen en ese período una mayor cantidad de nuevos créditos bancarios a corto y a largo plazo comparados con las empresas que no emiten. Es interesante notar, además, que éste no es un efecto local constreñido al período de emisión de la deuda negociable sino que se prolonga en el siguiente período y también, para la nueva deuda a cor-

to plazo, dos períodos más allá de la emisión. Esto corrobora nuestra hipótesis 3 (2).

TABLA II

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS Y CONTRASTES DE MEDIAS DE LA NUEVA DEUDA BANCARIA A CORTO Y A LARGO PLAZO

	<i>EBOCP = 0</i> <i>Medias</i>	<i>EBOCP = 1</i> <i>Medias</i>	<i>P-valor</i> ¹	<i>EBOLP = 0</i> <i>Medias</i>	<i>EBOLP = 1</i> <i>Medias</i>	<i>P-valor</i> ¹
<i>NDBCP</i>	15.356	3.592.594	0,00	21.573	1.756.320	0,00
<i>NDBCP1</i>	21.132	2.346.664	0,00	24.986	640.269	0,018
<i>NDBCP2</i>	14.651	2.655.020	0,00	13.959	3.584.147	0,00
<i>NDBLP</i>	112.530	8.600.072	0,00	112.030	1.05e + 07	0,00
<i>NDBLP1</i>	121.392	7.561.379	0,00	121.885	8.712.855	0,00
<i>NDBLP2</i>	63.814	74.672	0,98	64.484	-382.076	0,38

¹ Los valores recogidos en esta columna corresponden a los p-valores de los contrastes de medias para cada una de las variables presentadas en la tabla. Dichos valores reflejan los niveles del nuevo endeudamiento bancario y están corregidos por año, sector y tamaño a partir de la diferencia entre cada observación y la mediana sectorial en el año considerado y teniendo en cuenta las diversas categorías de tamaño definidas —pequeñas menos de 50 empleados, medianas entre 50 y 200 y grandes más de 200 empleados—.

En este punto, cabe realizar dos precisiones. En primer lugar, pasados dos períodos, las empresas emisoras no demandan más créditos bancarios a largo plazo, aunque sí lo hacen a corto plazo. Esto confirma el matiz enunciado en la hipótesis 3, según el cual la reducción en los costes bancarios va a tener un mayor impacto en la petición de nuevos créditos bancarios a corto plazo que a largo plazo. En segundo lugar, las empresas dos períodos después de emitir deuda a largo plazo, contratan mucha más deuda bancaria a corto plazo que en el período anterior (lo que supone un crecimiento del 459.79%). Sin embargo, si la emisión es a corto plazo, dos pe-

(2) Debemos indicar que hemos realizado un análisis más detallado sobre el posible efecto tamaño en esta relación encontrada (el cual no se presenta explícitamente en este trabajo), y comprobamos que si bien las empresas emisoras de deuda negociable son mayores, no es cierto que las mayores empresas sean las que pidan, en general, más créditos bancarios. Por lo tanto, la correlación entre la emisión de deuda negociable y el volumen de nuevos créditos bancarios no es espuria debida al efecto tamaño.

riodos después de ésta, el incremento en la contratación de nuevos créditos bancarios a corto plazo respecto del período anterior es claramente inferior (13.14%) respecto del mencionado caso a largo plazo. Estos hechos serán consistentes con los resultados que vamos a obtener más adelante sobre las variaciones de los costes bancarios a corto plazo a lo largo del tiempo según el tipo de emisión. Veremos que el efecto en el abaratamiento de los costes (que previsiblemente estimula la contratación de nueva deuda) es más retardado cuando se trata de emisiones de deuda a largo plazo.

A partir de lo comentado en la parte teórica, una de las posibles causas de la utilización de esta mayor cantidad de deuda bancaria en el período de emisión y en los siguientes, puede estar relacionada con la reducción en los costes de la financiación bancaria. Para tratar de investigar este punto, la Tabla III recoge el contraste de medias, para diversos períodos, de las diferencias de los costes bancarios a corto plazo una vez comparamos la situación de emisión de deuda, tanto a corto como a largo plazo, con la de no emisión de la misma. Debemos indicar que al utilizar la variable de costes bancarios a corto plazo en diferencias, eliminamos la componente de largo plazo que pudiese existir en esta medida, fruto de la reclasificación de los intereses de la deuda a largo plazo en el corto plazo. Ya indicamos anteriormente que los intereses de la deuda a largo plazo, al estar fijados con anterioridad al momento de la emisión, serán, *per se*, insensibles a ésta y, por tanto, desvirtuarían la medición del impacto de la emisión en los costes bancarios a corto plazo (3).

TABLA III
CONTRASTE DE MEDIAS DE LA VARIACIÓN DE LOS COSTES
BANCARIOS A CORTO PLAZO RESPECTO A $T - 1$, $T + 1$ Y $T + 2$

	<i>EBOCP</i> = 0 Medias (%)	<i>EBOCP</i> = 1 Medias (%)	<i>P</i> -valor ¹	<i>EBOLP</i> = 0 Medias (%)	<i>EBOLP</i> = 1 Medias (%)	<i>P</i> -valor ¹
<i>VCBCP</i> _{<i>I</i>} ²	0.33	2.09	0,00	0.33	2.97	0,00
<i>VCBCP</i> ²	0.34	-0.81	0,083	0.34	0.19	0,84
<i>VCBCPI</i> ²	0.26	-1.29	0,12	0.26	-2.37	0,02

¹ Los valores recogidos en esta columna corresponden a los *p*-valores de los contrastes de medias para cada una de las variables presentadas en la tabla corregidas por sector y año.

² Ver definición de las variables en el Cuadro I.

(3) Este procedimiento reforzaría el filtro que aplicábamos sobre la muestra descrito en el apartado 3.1.

De los resultados obtenidos en la Tabla III, podemos inferir que en los períodos en los que las empresas emiten deuda negociable, tanto a corto como a largo plazo, se ha producido un incremento respecto del período anterior en los costes bancarios (la variable VCBCP_1 tiene un mayor valor en aquellas situaciones en las que se produce la emisión de deuda). Esto nos indica que la emisión de deuda está correlacionada de forma contemporánea con un encarecimiento de la deuda bancaria, lo que parece señalar que esto último puede ser precisamente una de las causas de la utilización del instrumento de emisión. Por otra parte, y lo que es más interesante, es que una vez se ha producido la emisión de la deuda tanto a corto como a largo plazo, los costes bancarios a corto plazo se reducen a lo largo del tiempo, siendo significativamente menores, respecto de las empresas que no han emitido deuda, un período después si la emisión ha sido a corto plazo y dos períodos después si la emisión ha sido a largo plazo. Encontramos, por tanto, una persistencia en el efecto de la reducción en los costes bancarios así como una mayor inmediatez en esta reducción para la emisión a corto plazo respecto de la emisión de larga duración, lo que está en sintonía con lo enunciado en la *hipótesis 1b*. Este resultado, además, es plenamente consistente con lo que obteníamos en la Tabla II con relación al incremento significativo que se produce en el volumen de nuevos créditos bancarios a corto plazo contratados tras la emisión. Esto será precisado en mayor medida en el análisis econométrico subsiguiente.

3.4. ANÁLISIS ECONÓMETRICO: METODOLOGÍA

Una vez presentado el estudio descriptivo, trataremos de dotar a la evidencia encontrada de una mayor robustez mediante un análisis econométrico. La especificación básica que vamos a considerar para analizar las variaciones en los costes bancarios a corto plazo [VCBCP] viene dada por la ecuación:

$$VCBCP_{it} = \alpha + \beta_1 EBOCP_{it} + \beta_2 EBOLP_{it} + \beta_3 MIBOR_{it} + \beta_4 DBDC_{it} + \beta_5 FA_FP_{it} + \beta_6 VENTAS_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 TANG_{it} + \beta_9 DUDC_{it} + \psi_i + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

donde el término de error ε_{it} está distribuido normalmente con media cero y varianza σ^2 .

En la estimación de los costes bancarios, hemos incluido además de la variable ficticia que señala la emisión de la deuda negociable a corto (EBOCP) o a largo plazo (EBOLP) una serie de variables de control que son de normal uso en la literatura sobre el coste de capital de las

empresas. En este sentido Ocaña *et al.* [1994] plantean un modelo de equilibrio parcial del que emerge una expresión implícita para el tipo de interés que soportan las empresas en un mercado de crédito competitivo que viene determinado por: i) el tipo de interés libre de riesgo, que aproximamos por el MIBOR a 3 meses; ii) la ratio de endeudamiento (FA_FP); iii) el volumen de la inversión, que medimos a través de la variable de tamaño (VENTAS) (4); iv) la rentabilidad económica esperada, que la aproximaremos por la variable ROA; v) el montante de garantías reales que tiene la empresa para ser ofrecidas como contrapartida a los créditos bancarios (TANG); vi) el riesgo económico, el cual lo medimos a partir de la duración de la deuda con coste (DUDC) en el sentido que cuando menor sea este plazo, mayor será el riesgo que soporta la empresa para una variabilidad en los retornos de la inversión dada (5). Este aspecto es también abordado de forma tangencial por la variable de tamaño (VENTAS), puesto que las empresas de mayor tamaño, diversifican más sus inversiones y soportan un menor riesgo en su cartera global de inversión. Incluimos, además, teniendo en cuenta la especificidad del problema que estamos tratando, una medida del compromiso del banco con la empresa. Una variable de interés en esta línea es el volumen de deuda bancaria respecto del total de la deuda con coste (DBDC). Esta variable puede tener una doble interpretación. En primer lugar, en la medida que la empresa tenga mucha deuda bancaria, el banco tiene mayor capacidad para imponer las condiciones crediticias que considere más ventajosas para sus intereses. Pero, por otra parte, un alto endeudamiento bancario puede ser interpretado como una señal de compromiso del banco respecto de la empresa [Sharpe, 1990] con lo que puede mostrarse más sensible para realizar concesiones a las empresas respecto de las condiciones de financiación. Comprobaremos que es este segundo efecto el que prepondera sobre el primero.

Por último, incorporamos la posibilidad de existencia de heterogeneidad inobservable (η_i), así como de efectos temporales (ψ_t).

Hemos de indicar que el hecho de disponer de un panel de observaciones, nos va a permitir eliminar la mencionada heterogeneidad inobserva-

(4) En Ocaña *et al.* [1994] se reconoce, a su vez, como determinante del coste en la financiación, los costes de gestión del crédito, los cuales, por una cuestión de economías de escala, son menores en las empresas mayores.

(5) En Mato [1989] y Segura y Toledo [2001] se identifican, además, como posibles factores determinantes del coste de la empresa, variables de solvencia entre las que la duración de la deuda es una candidata natural.

ble presente entre las distintas empresas de la muestra, que, además, es susceptible, como así ocurre, de estar correlacionada con las variables independientes mencionadas anteriormente [efectos fijos]. Esto sesgaría los coeficientes obtenidos, de ahí que el problema deba abordarse utilizando el estimador intragrupos (6). De hecho, este es el caso para la totalidad de las estimaciones obtenidas en las que el test de Hausman (7) rechaza el estimador entregrupos, así como el de efectos aleatorios (8) por inconsistentes. Obviamente, en el caso que no hubiesen existido problemas de correlación entre el término de error y las variables observables, la estimación entregrupos o por efectos aleatorios hubiesen sido unas mejores alternativas, puesto que no sólo son consistentes sino que, además, son más eficientes que el estimador intragrupos.

En las Tablas IV y V, recogemos los modelos que finalmente resultan más adecuados tras haber llevado a cabo las distintas estimaciones planteadas anteriormente (regresión cruzada, estimación con efectos aleatorios y estimación con efectos fijos). Asimismo, se recogen en cada tabla el test de Hausman para cada una de las estimaciones, los test de bondad de ajuste y, cuando es preciso, el test de Sargan para analizar la posible existencia de problemas de endogeneidad no asociados a la heterogeneidad inobservable (η_i).

En la Tabla IV, presentamos los modelos resultantes del estudio del impacto de la emisión de deuda negociable a corto plazo y a largo plazo en la variación de los costes bancarios entre el período t (de la emisión) y el período $t + 1$ (VCBCP). En la columna (1) agregamos las emisiones de bonos a corto plazo y a largo plazo en una única variable de emisión, mientras que en la segunda columna discriminamos las emisiones entre el largo plazo y el corto plazo (9). Por último, en la columna (3) introdu-

(6) Si la heterogeneidad inobservable está correlacionada con las variables explicativas, entonces debe de realizarse inferencia condicional sobre las realizaciones de dichos efectos en la muestra (lo que se conoce como estimación por efectos fijos). Ahora bien, si los efectos no están correlacionados con las variables explicativas, entonces es natural hacer inferencia incondicional como ocurre en el método de los errores compuestos (efectos aleatorios) [Arellano y Bover, 1990].

(7) El test de Hausman consiste en contrastar la igualdad de los coeficientes de las estimaciones intragrupos y las estimaciones por efectos aleatorios. En concreto, la hipótesis nula es que los coeficientes de ambos modelos son similares. Si se rechaza esta hipótesis nula, con lo que los coeficientes diferirían significativamente entre sí, entonces únicamente la estimación intragrupos será la que resulte consistente.

(8) El estimador por efectos aleatorios es una combinación lineal del estimador intragrupos (efectos fijos) y el entregrupos.

(9) Debemos indicar que existen 32 observaciones en las que se produce simultáneamente la emisión de deuda a corto plazo y a largo plazo.

cimos una serie de variables cruzadas adicionales (DEBOLP y DEBOCP) con objeto de discriminar aquellas empresas que han realizado una única emisión de aquellas que han realizado más de una emisión [DEBOLP = 1 si es a largo plazo y DEBOCP = 1 si es a corto plazo].

En todos los casos, las estimaciones que presentamos son por efectos fijos ya que ésta resulta ser la estimación consistente al rechazarse la hipótesis nula del test de Hausman de igualdad de los coeficientes entre los modelos de efectos fijos y el de efectos aleatorios. Por otra parte, dado que la decisión de financiación puede involucrar diversas vías, nos encontramos que la decisión de emisión de deuda negociable podría ser contingente al coste actual de la deuda bancaria, y de hecho en el análisis descriptivo anterior se apunta cierta evidencia en este sentido. Como consecuencia, la variable dependiente de la especificación anterior podría ser a su vez determinante de las decisiones de emisión, con lo que se puede producir un segundo problema de endogeneidad en dicho modelo que invalidaría la consistencia del estimador intragrupos. Para contrastar este hecho, y dada la probada existencia de correlación entre la heterogeneidad inobservable y las variables explicativas (primer problema de endogeneidad), corregimos el modelo tomando primeras diferencias y contrastamos la similitud de los coeficientes de los modelos estimados por mínimos cuadrados ordinarios y por variables instrumentales (10). Tras aplicar el contraste de Sargan, no podemos rechazar la hipótesis nula de igualdad de modelos, lo que pone de manifiesto que no existe este segundo problema de endogeneidad propuesto en nuestro modelo. La estimación intragrupos será, por tanto, consistente.

Por último, en la Tabla V, presentamos las estimaciones correspondientes a las variaciones en los costes bancarios entre el período $t + 2$ y el período $t + 1$. De nuevo, los contrastes de Hausman correspondientes revelan que la estimación por efectos aleatorios no es consistente. Esto, unido a que los test de Sargan correspondientes revelan que no se presenta el segundo problema de endogeneidad comentado anteriormente, aseguran la consistencia de la estimación intragrupos (efectos fijos).

4. RESULTADOS

Observando la Tabla IV, podemos comprobar como la emisión de deuda negociable, en general, tiene un efecto negativo y significativo al 99% sobre

(10) Utilizamos como instrumentos las variables retardadas dos períodos (EBOCP_2, EBOLP_2) a las que se añaden las variables DEBOCP_2 y DEBOLP_2 para la estimación de la columna 3, dado que estimamos el modelo en primeras diferencias.

la variación de los costes bancarios a corto plazo, lo que corrobora la *hipótesis 1* de nuestro trabajo. Una vez desglosamos la deuda según el plazo, encontramos que el efecto resultante es debido a la emisión de deuda a corto plazo. Esto, por otra parte, podría apoyar lo encontrado en la Tabla III en que un período tras la emisión de deuda a corto plazo se reducen los costes bancarios, sin embargo, esto no es cierto en la emisión de deuda a largo plazo, donde la reducción se produce dos períodos después. Respecto de la estimación que incorpora las variables ficticias cruzadas para discriminar las empresas que emiten deuda en más de una ocasión (columna 3), podemos observar que la significatividad de la variable de emisión a corto plazo se pierde al considerar empresas que han realizado varias emisiones (el coeficiente negativo de la variable EBOCP se cancela con el de la variable cruzada DEBOCP). Esto confirmaría parte de la *hipótesis 2*, en la que se postulaba que aquellas empresas que emitían deuda a corto plazo en más de una ocasión verían reducidos sus costes bancarios en menor medida.

En lo concerniente a las variables de control, podemos destacar los siguientes aspectos. En primer lugar, y tal como era de esperar, la variable que mide el tipo de interés libre de riesgo (MIBOR) es muy significativa para explicar variaciones en los costes bancarios. Incrementos en el MIBOR, generarán incrementos en las variaciones de los costes bancarios de las empresas, por lo que podemos afirmar que dicho tipo de referencia en el período t se incorpora en cierta medida también en los costes bancarios del período posterior. En esta línea, Segura y Toledo [2001] encuentran que los bancos incorporan, aunque no de forma plena, las variaciones del tipo de interés interbancario a los costes de los préstamos contemporáneos que conceden. Encontramos, por tanto, una cierta persistencia en este efecto.

La variable VENTAS, como proxy del tamaño de la empresa, revela que las empresas de mayor tamaño soportan unos menores incrementos en sus costes bancarios a corto plazo. Es decir, que si para el conjunto de las empresas estos costes disminuyen, para las empresas más grandes disminuyen en mayor medida; y si se incrementan para la empresa promedio, para las empresas mayores se incrementan menos. Esto es consistente con el hecho de que las empresas más grandes tienen un mayor poder de negociación con los bancos, por lo que es de esperar que consigan unas mejores condiciones financieras. Un segundo argumento es el que expone Zoido [1998], según el cual las mayores empresas son las que presentan una mayor probabilidad de participación bancaria en su accionariado. Esta relación de propiedad induce una mejora en las condiciones de financiación. De una forma similar se justificaría el signo negativo encontrado respecto de la variable de nivel de endeudamiento bancario de la empresa respecto de la deuda con coste (DBDC). Es razonable pen-

sar que en las empresas con un alto endeudamiento bancario exista un respaldo implícito por parte de los bancos, lo que facilitaría la mejora de las condiciones de financiación bancaria (signo negativo de DBDC). Debemos indicar, tal como muestra Zoido [1998], que las empresas participadas por bancos presentan, por una parte, una mayor ratio de deuda bancaria respecto del total de exigible y, por otra parte, soportan unos menores costes financieros. Este hecho nos llevaría a esperar que conforme aumente la ratio DBDC, habría una mayor probabilidad de encontrarnos con empresas participadas, las cuales, tal como hemos comentado, presentan unos menores costes financieros.

TABLA IV

MODELOS SOBRE EL IMPACTO DE LA EMISIÓN DE DEUDA
NEGOCIABLE EN LA VARIACIÓN DE LOS COSTES BANCARIOS
ENTRE EL PERÍODO T Y $T+1$

	<i>Estimación con efectos fijos (1)</i>	<i>Estimación con efectos fijos (2)</i>	<i>Estimación con efectos fijos (3)</i>
VARIABLES PRINCIPALES			
EBO	-0,026*** (2,446)		
EBOLP		-0,010 (0,733)	-0,012 (0,843)
EBOCP		-0,029** (2,056)	-0,047*** (2,674)
DEBOLP			0,017 (0,315)
DEBOCP			0,047* (1,759)
VARIABLES DE CONTROL			
MIBOR	0,003*** (6,318)	0,003*** (6,320)	0,003*** (6,363)
DBDC	-0,015*** (3,819)	-0,015*** (3,820)	-0,015*** (3,838)
FA_FP (exp-10)	87,0 (0,045)	87,7 (0,045)	89,2 (0,046)
VENTAS (exp-10)	-2,36* (1,556)	-2,39* (1,580)	-2,58* (1,697)
ROA	-0,029*** (2,708)	-0,030*** (2,694)	-0,029*** (2,685)
TANG	-0,026** (1,784)	-0,025** (1,781)	-0,025** (1,782)
DUDC	0,005 (0,772)	0,005 (0,749)	0,005 (0,744)
CONSTANTE	-0,003 (0,388)	0,003 (0,374)	0,003 (0,377)
Nº OBSERVACIONES	18082	18082	18082

TABLA IV (cont.)

	<i>Estimación con efectos fijos (1)</i>	<i>Estimación con efectos fijos (2)</i>	<i>Estimación con efectos fijos (3)</i>
<i>TEST DE HAUSMAN¹</i>	20,34 (0,009)	21,99 (0,009)	22,10 (0,024)
<i>TEST DE BONDAD DE AJUSTE²</i>	10,82 (0,000)	9,67 (0,000)	8,20 (0,000)
<i>CONTRASTE DE SARGAN³</i>	2,85 (0,828)	5,430 (0,607)	9,42 (0,399)
En paréntesis los T-estadísticos: ***p-valor 0.01, ** p-valor 0.05, p-valor 0.10			
¹ Estadísticos X^2 y p-valor del test de Hausman: contraste de igualdad entre los modelos de efectos fijos y aleatorios.			
² Estadísticos y p-valores del ajuste de los modelos. En el caso de las estimaciones con efectos fijos se trata del estadístico F.			
³ Estadístico X^2 y p-valor del contraste de endogeneidad de Sargan: contraste de igualdad entre los modelos estimados mediante mínimos cuadrados ordinarios y variables instrumentales. En este caso al tratarse de un modelo con efectos fijos, el contraste de Sargan se hace sobre los modelos en primeras diferencias.			

Otra variable a resaltar es la de la tangibilidad de los activos de la empresa (TANG). Comprobamos que la presencia de activos tangibles induce una reducción (o un menor incremento, según el caso) en los costes bancarios. Este resultado es consistente con el hecho de que las empresas al poder ofrecer unas garantías tangibles como contrapartida a sus pasivos bancarios, son «recompensadas», en términos relativos, con unos menores costes financieros cuando se producen variaciones en éstos. Bajo una lógica similar podemos justificar que las empresas más rentables (mayor ROA) sean «premiadas» por parte de los bancos con unos mejores condiciones en su financiación.

En relación con el análisis de la variación de los costes bancarios entre el período $t + 1$ y $t + 2$, presentamos en la Tabla V los resultados para especificaciones similares a las correspondientes al análisis en el período t , si bien introducimos un par de diferencias. En primer lugar, trasladamos un período hacia adelante las variables de control. Así podemos aislar mejor el efecto debido exclusivamente a una emisión alejada dos períodos en el tiempo, de otros efectos contemporáneos a la variación en los costes bancarios y que están recogidos en las variables de control. En segundo lugar, introducimos en la columna (2) una especificación en la que la variable emisión de deuda a corto plazo está adelantada un período. La razón es que tratamos de comprobar si los efectos de la emisión a corto plazo son más inmediatos que los correspondientes a la emisión a largo plazo tal como enunciamos en la *hipótesis 1b*. Por último, la especificación de la columna (3) es la misma que la de la columna (2) pero in-

introduciendo las variables ficticias con las que vamos a medir el efecto diferencial de las empresas que emiten deuda en más de una ocasión.

Podemos observar que la especificación que da resultados significativos es la segunda en la que obtenemos que la emisión de deuda a largo plazo en t , así como la emisión a corto plazo en $t + 1$ tienen un efecto significativo y negativo en el incremento en los costes bancarios a corto plazo entre $t + 1$ y $t + 2$. Encontramos, por tanto, que efectivamente parece existir un efecto a más largo plazo en la reducción de los costes bancarios por parte de la deuda emitida a largo plazo en comparación con las emisiones de corta duración, lo que confirma la hipótesis 1b. Esto, por otra parte, es plenamente consistente con la evidencia encontrada respecto de la nueva deuda bancaria utilizada (ver Tabla II). Podemos argumentar que las empresas al emitir deuda a corto plazo y producirse su vencimiento al cabo de un año, necesitan obtener nuevos fondos, en parte para retornar el capital más los intereses de la deuda negociable, por lo que contratan en ese momento nueva deuda bancaria a corto plazo con unas mejores condiciones de financiación, de ahí el signo negativo de EBOCP1. Sin embargo, si emiten deuda a largo plazo, observamos en la Tabla II que el significativo incremento en la contratación de nueva deuda bancaria a corto plazo no se realiza en $t + 1$ sino en $t + 2$, donde posiblemente se produce el vencimiento de parte de la deuda negociable a largo plazo y la nueva captación de fondos se consigue a través de deuda bancaria a corto plazo. Es en ese momento (dos períodos después) cuando se disfrutan de las mejores condiciones de la financiación bancaria (signo negativo de EBOLP).

Por último, respecto al impacto que la realización de más de una emisión tiene en los costes financieros bancarios que estudiamos en la columna (3), encontramos que las empresas que emiten en más de una ocasión deuda a corto plazo no ven reducidos sus costes bancarios a corto plazo, lo cual es consistente con lo encontrado en la Tabla IV. Sin embargo, si dichas emisiones son a largo plazo, se mantiene la reducción en los costes financieros que encontrábamos en el caso de una única emisión. Estos resultados confirman la *hipótesis 2*.

Por otra parte, también podemos comprobar a partir de los resultados de la columna (3) que hay una mayor reducción en los costes bancarios por parte de las empresas multiemisoras a largo plazo en comparación con las que emiten en varias ocasiones deuda de corta duración. Esto confirma la *hipótesis 2b*. Sin embargo, en empresas que sólo han emitido en una única ocasión, el resultado es el contrario, y la reducción en los costes un período después de emitir a corto plazo es mayor que la correspondiente reducción dos períodos después de la emisión a largo plazo.

La Figura 4 contrasta la reducción en los costes bancarios asociados a las emisiones únicas en comparación con las emisiones múltiples (*hipótesis 2*), teniendo en cuenta el plazo de la deuda (*hipótesis 2b*).

FIGURA 4

RESULTADOS RELACIONADOS CON LAS HIPÓTESIS 2 Y 2B

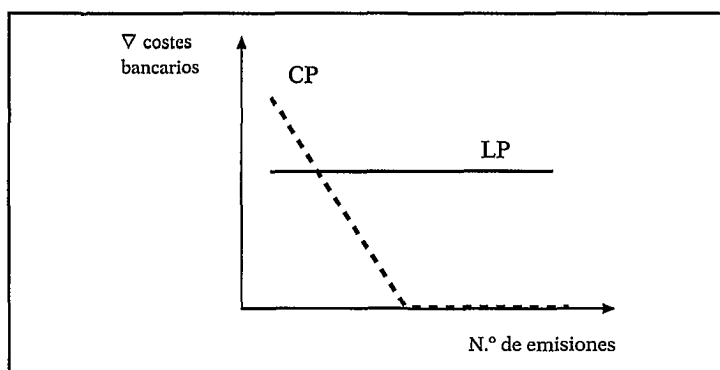


TABLA V

MODELOS SOBRE EL IMPACTO DE LA EMISIÓN DE DEUDA
NEGOCIABLE EN LA VARIACIÓN DE LOS COSTES BANCARIOS
ENTRE EL PERÍODO $T + 1$ Y $T + 2$

	Estimación con efectos fijos (1)	Estimación con efectos fijos (2)	Estimación con efectos fijos (3)
VARIABLES PRINCIPALES			
EBOLP	-0,024 (1,371)	-0,026* (1,611)	-0,034** (2,021)
EBOCP	-0,00 (0,243)		
EBOCP1		-0,031*** (2,390)	-0,054*** (3,141)
DEBOLP			0,041 (0,670)
DEBOCP1			0,055** (2,042)
VARIABLES DE CONTROL			
MIBOR1	0,003*** (6,265)	0,003*** (6,220)	0,003*** (6,248)
DBDC1	-0,015*** (3,832)	-0,015*** (3,817)	-0,015*** (3,845)
FA_FPI (exp-10)	85,1 (0,044)	85,1 (0,044)	86,2 (0,044)

TABLA V (cont.)

	Estimación con efectos fijos (1)	Estimación con efectos fijos (2)	Estimación con efectos fijos (3)
VENTAS ₁ (<i>exp-10</i>)	-2,22 (1,463)	-2,15 (1,417)	-2,29 (1,505)
ROA ₁	-0,030*** (2,745)	-0,030*** (2,711)	-0,030*** (2,702)
TANG ₁	-0,026** (1,816)	-0,026** (1,797)	-0,026** (1,805)
DUDC ₁	0,005 (0,764)	0,005 (0,757)	0,005 (0,751)
CONSTANTE	-0,003 (0,370)	0,003 (0,349)	0,003 (0,340)
Nº OBSERVACIONES	18077	18077	18077
TEST DE HAUSMAN ¹	16,72 (0,053)	21,76 (0,01)	22,08 (0,02)
TEST DE BONDAD DE AJUSTE ²	9,27 (0,000)	9,90 (0,000)	8,51 (0,000)
CONTRASTE DE SARGAN ³		2,90 (0,89)	5,41 (0,79)

En paréntesis T-estadísticos: ***p-valor 0.01, ** p-valor 0.05, p-valor 0.10

¹ Estadísticos X² y p-valor del test de Hausman: contraste de igualdad entre los modelos de efectos fijos y aleatorios.

² Estadísticos y p-valores del ajuste de los modelos. En el caso de las estimaciones con efectos fijos se trata del estadístico F.

³ Estadístico X² y p-valor del contraste de endogeneidad de Sargan: contraste de igualdad entre los modelos estimados mediante mínimos cuadrados ordinarios y variables instrumentales. En este caso al tratarse de un modelo con efectos fijos, el contraste de Sargan se hace sobre los modelos en primeras diferencias.

Los resultados que se infieren de las variables de control no difieren de los encontrados en las estimaciones anteriores como no podía ser de otra forma puesto que las variables de control al estar desplazadas un período son contemporáneas a la variable dependiente al igual que lo eran en las estimaciones de la Tabla IV.

Como nota final es interesante señalar que precisamente el cumplimiento de las hipótesis referidas a las empresas multiemisoras, permite distinguir los argumentos de tipo informacional de los que están basados en el poder de negociación. La razón está en que con los primeros se puede explicar los signos encontrados en estas empresas, tal como hemos razonado anteriormente, mientras que con los segundos no, ya que las empresas multiemisoras no ven reducido su poder de negociación con cada nueva emisión sino más bien al contrario. En consecuencia, no sería esperable encontrar una menor reducción en los costes financieros en estas empresas. Así, la conclusión que podemos extraer de este análisis, es la relevancia de las señales informativas que tienen su origen en el

mercado, lo que no es ajeno a la importancia creciente que van adquiriendo los mercados de capitales en la financiación de las empresas.

5. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos analizado la evolución de los costes bancarios a corto plazo que soportan las empresas cuando utilizan el mecanismo de mercado basado en la emisión de deuda negociable, tanto a corto como a largo plazo, para financiar parte de sus inversiones. Hemos argumentado, invocando tres razones, que las empresas emisoras de deuda negociable deben de ver reducidos, una vez realizada la emisión, sus costes de financiación bancaria. Las razones esgrimidas son: i) el menor coste de la supervisión soportado por los bancos cuando pueden delegar parte de ésta en el mercado; ii) el incremento en el poder de negociación de las empresas en su relación con los bancos cuando tienen un instrumento de financiación alternativo; iii) la señalización implícita como empresa de calidad por parte de las que emiten deuda negociable. Además, argumentamos que aquellas empresas que emiten deuda a corto plazo deben de experimentar la reducción en los costes bancarios en un horizonte más cercano que aquellas otras que la emiten a largo plazo. Por último, razonamos que las empresas multiemisoras, especialmente de deuda a corto plazo, deben de disfrutar de una menor reducción en los costes bancarios que aquellas otras empresas que emiten en una única ocasión. El argumento básico que justifica este enunciado es que el efecto informativo sobre la calidad de la empresa asociado a la realización de emisiones de deuda se va diluyendo conforme se van realizando nuevas emisiones, especialmente si son a corto plazo. Esto tendrá su fiel reflejo en unas menores reducciones en los costes bancarios para las empresas que emiten varias veces a corto plazo.

Para llevar a cabo el contraste empírico de los resultados teóricos planteados, utilizamos una muestra de empresas españolas para el período 1.993-1.998 tomada de la base de datos SABE. Se trata de un panel incompleto formado por 16.020 empresas con 56.484 observaciones.

En un análisis descriptivo inicial encontramos la existencia de una reducción en los costes bancarios soportados por las empresas en el siguiente período de la emisión, si ésta es a corto plazo, y dos períodos después si es a largo plazo. Además, en un segundo análisis descriptivo y de una forma consistente con este hecho, confirmamos que el volumen total de nuevos créditos bancarios obtenidos por las empresas en los pe-

ríodos que emiten deuda negociable y en los siguientes es mayor que cuando no se produce este suceso. Este fenómeno, además, presenta un matiz diferente según la emisión sea a largo plazo o a corto plazo. En el primer caso, a diferencia del segundo, las variaciones a lo largo del tiempo en el montante de nuevos créditos bancarios solicitados por las empresas emisoras son más importantes en períodos más alejados en el tiempo desde el período de emisión. Esto resulta consistente con el hecho de que la reducción en los costes bancarios sea menos inmediata al emitirse deuda a largo plazo en lugar de a corto plazo.

Para extender el análisis descriptivo, llevamos a cabo un estudio económico en el que se estiman los modelos de variaciones de los costes bancarios a corto plazo tanto en el período de emisión como en los siguientes. Encontramos que las emisiones a corto plazo tienen un efecto sobre las variaciones de los costes bancarios a corto plazo en el siguiente período al de la emisión, mientras que los efectos de las emisiones a largo plazo no aparecen hasta dos períodos después de ésta. Esto confirma la teoría planteada.

En unas segundas estimaciones, en las que discriminamos según las empresas hayan emitido en más de una ocasión deuda negociable, encontramos que cuando se producen varias emisiones de deuda negociable a corto plazo, entonces no se produce una reducción en los costes bancarios. Sin embargo, si la emisión múltiple es de larga duración, en tal caso sí que se aprecia la reducción en estos costes. Todo esto resulta consistente con nuestros enunciados teóricos.

Como limitaciones del trabajo hay que señalar que no tenemos información sobre los costes bancarios a largo plazo, si bien pensamos que el efecto iría en la misma dirección pero sería aún más claro puesto que los bancos mediante los créditos de larga duración pueden retener durante un mayor horizonte temporal a las empresas y evitar que utilicen vías alternativas de financiación. En tal caso estarán dispuestos a ofrecerles unas mayores rebajas en los tipos que cuando contratan a corto plazo.

Las implicaciones prácticas que estos resultados proporcionan a las empresas españolas son de dos tipos. Por un lado, demostramos que los esfuerzos económicos necesarios para la emisión de deuda negociable pueden verse compensados por la posibilidad de obtener financiación bancaria más barata en el futuro. Y, por otro lado, los esfuerzos adicionales de las empresas por conseguir emitir deuda a largo plazo permiten que dicho efecto persista en el tiempo. Como posibles extensiones, indicamos que además de la emisión de deuda negociable, cabría esperar que la mayoría de los efectos encontrados se mantuvieran cuando la vía de financiación alternativa fuese la emisión de acciones en lugar de la deuda negociable. Esto será materia para investigaciones futuras.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGARWAL, R., y ELSTON, J. A. [2001]: «Bank-firm relationships and firm performance in Germany», *Economics Letters*, vol. 72, pp. 225-232.
- ARELLANO, M., y BOVER, Y. [1990]: «Un estudio econométrico con datos de panel», *Investigaciones Económicas*, vol. 14, n.º 1, pp. 3-45.
- BAYLESS, M. [1994]: «The Influence of Predictability on Differences in the Market Reaction to Debt and Equity Issue Announcements», *Journal of Financial Research*, vol. 17, n.º 1, pp. 117-132.
- BOLTON, P., y FREIXAS, X. [2000]: «Equity, Bonds and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information», *Journal of Political Economy*, vol. 108, n.º 2, pp. 324-351.
- BOOTH, J. R. [1992]: «Contract Costs, Bank Loans, and the Cross-Monitoring Hypothesis», *Journal of Financial Economics*, vol. 31, n.º 1, pp. 25-41.
- CAI, J.; CHEUNG, L. Y., y GOYAL, V. K. [1999]: «Bank monitoring and the maturity structure of Japanese corporate debt issues», *Pacific Basic Finance Journal*, vol. 7, n.º (3-4), pp. 229-250.
- CHAPLINSKY, S., y HANSEN, R. [1991]: «Partial Anticipation, the Flow of Information and the Economic Impact of Corporate Debt Sales», *Review of Financial Studies*, vol. 6, n.º 3, pp. 709-732.
- COVITZ, D. M., y HEITFIELD, E. [1999]: «Monitoring, Moral Hazard, and Market Power: A Model of Bank Lending», *Board of Governors of the Federal Reserve System; Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series*: vol. 99/37, July 1999.
- DATTA, S.; ISKANDAR-DATTA, M., y PATEL, A. [1999]: «Bank Monitoring and the Pricing of Corporate Public Debt», *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 435-449.
- DIAMOND, D. [1984]: «Financial Intermediation and Delegated Monitoring», *Review of Economic Studies*, n.º 51, pp. 393-414.
- [1991]: «Monitoring and Reputation: The choice between bank loans and directly placed debt», *Journal of Political Economy*, 99, pp. 688-721.
- GONZÁLEZ, V. [1997]: «La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y las emisiones de obligaciones», *Investigaciones Económicas*, vol. 21, n.º 1, enero, pp. 111-128.
- HADLOCK, C., y JAMES, C. M. [2002]: «Do banks provide financial slack?», *Journal of Finance*, forthcoming.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A., y SCHARFSTEIN, D. [1990]: «Bank Monitoring and Investment: Evidence from the changing structure of Japanese corporate banking relationships», *Federal Reserve System, MIT, University of Chicago*, pp. 105-126.
- JOHNSON, S. A. [1997]: «An empirical analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, n.º 1, pp. 47-69.
- MATO, G. [1989]: «Inversión, coste del capital y estructura financiera: un estudio empírico», *Moneda y Crédito*, n.º 188, pp. 177-201.

- OCAÑA, C.; SALAS, V., y VALLÉS, J. [1994]: «Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989», *Moneda y Crédito*, n.º 199, pp. 57-96.
- PETERSEN, M. A., y RAJAN, R. G. [1995]: «The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n.º 2, pp. 407-443.
- RAJAN, R. G. [1992]: «Insiders and Outsiders: The choice between informed and arms'-length debt», *Journal of Finance*, 47, 1367-1400.
- SAURINA-SALAS, J. [1997]: «Desregulación, poder de mercado y solvencia en la banca española», *Investigaciones-Económicas*, vol. 21, n.º 1, enero, pp. 3-27.
- SEGURA, J., y TOLEDO, L. [2001]: «Tamaño, estructura y coste de financiación de las empresas manufactureras españolas», I Encuentro de Economía Industrial, Barcelona, septiembre.
- SHARPE, S. [1990]: «Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships», *Journal of Finance*, vol. 45, n.º 4.
- WEINSTEIN, D., y YAFEH, Y. [1998]: «On the costs of a bank centered financial system: Evidence from the changing Main bank relations in Japan», *Journal of Finance*, vol. 53, n.º 2, April, pp. 635-672.
- YOSHA, O., [1992]: «Disclosure Regulations and the Decision to Issue Securities Publicly», *Brown University Department of Economics*, Working Paper 92-22, October.
- ZOIDO, M. E. [1998]: «Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas», *Investigaciones Económicas*, vol. 22, n.º 3, septiembre, pp. 427-467.

